

SHUISHOU

YU GONGSI

CAIWU

**税收
与
公司财务政策选择**

王志强 著

ZHENGCE

XUANZE



中国商务出版社
CHINA COMMERCE AND TRADE PRESS

税收与公司财务政策选择

王志强 著

中国商务出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

税收与公司财务政策选择/王志强著. —北京: 中国
商务出版社, 2004. 6

ISBN 7-80181-254-9

I. 税... II. 王... III. ①公司—税收管理—研究
②公司—财务管理—研究 IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2004) 第 058663 号

税收与公司财务政策选择

王志强 著

中国商务出版社出版

(原中国对外经济贸易出版社)

(北京市安定门外大街东后巷 28 号)

邮政编码: 100710

电话: 010—64269744 (编辑室)

010—64245984 (发行部)

网址: www.cctpress.com

Email: cctpress@cctpress.com

新华书店北京发行所发行

三河汇鑫印务有限公司印刷

850 × 1168 毫米 32 开本

9.125 印张 224 千字

2004 年 8 月 第 1 版

2004 年 8 月 第 1 次印刷

印数: 2000 册

ISBN 7-80181-254-9

F · 711

定价: 20.00 元

版权专有 侵权必究

举报电话: (010) 64212247

序 言

税收是影响公司财务政策选择的重要因素之一。在财务学这一浩瀚的学术田园里，围绕税制与公司财务政策之间关系的研究，形成了著名的“税差学派”。在企业管理实践中，公司在制定每一种财务政策时，都不能忽略税收政策的影响。厦门大学管理学院青年学者王志强博士在收集和研究大量文献的基础上，结合我国上市公司和税制的实际，潜心研究税收因素对公司财务政策，即资本结构政策和股利政策的影响。本书是在他2002年3月所提交的博士论文《公司财务政策税收效应研究》的基础上修订和补充而成，也是他多年研究成果的报告。

2004年，王志强博士的博士学位论文获得了由福建省学位委员会颁发的“福建省优秀博士学位论文一等奖”。因此，有理由相信在此基础上修订完成的是一本逻辑更加严密、体系更加完整的学术专著。

按照Harris和Raviv(1991)的学术观点，在文献浩如烟海、学术观点众多、流派林立的公司财务政策研究中，大致可以将这些学术观点分为五个基本的理论模型。他们分别是：(1)基于税收因素的公司财务政策理论模型；(2)基于信息不对称的公司财务政策理论模型；(3)基于代理成本的公司财务政策理论模型；(4)基于产品/要素市场的公司财务政策理论模型；(5)基于公司控制权市场的公司财务政策理论模型。王志强博士的这本专著正是在总结、吸收中外关于税收影响公司财务政策选择的理论与实证研究文献的基础上，结合中国具体的税收制度，通过严密的理论推导提出基于中国税收制度的公司财务政策选择理论模型，并以我国上市公司为样本，探询税收影响我国公司财务政策选择的证据。

综观全书，可以发现以下几个特点：

第一，作者对国内外有关税收影响公司财务政策选择的前沿研究成果进行了全面、客观的回顾和评述。厦门大学管理学院财务学研究历来强调符合学术规范，反对“前无古人，后无来者”式的“研究”。这一点在这本专著中得到了很好的贯彻，这也使得作者的研究有一个比较高的起点。

第二，这是一本学术性比较强的专著。全书不仅有严谨的理论模型推导，而且有基于我国上市公司的实证检验。作者首先以中国税收制度为背景假设，通过严密的数理逻辑推导，得出有理有据的结论；然后以上市公司为样本，通过建立计量经济模型，获取税收影响公司财务政策的证据。

第三，研究视角比较独特。纵观目前国内有关公司财务政策研究的选题，大都是一种“横截面”式的选题，即要么专门研究公司资本结构政策，要么专门研究公司的股利政策。而本书的选题则是一种“纵向式”的选题。即以税收为主线，研究税收如何影响公司的资本结构政策和公司的股利政策。选择这种研究视角，一个很大的好处是可以使读者更加清楚地了解公司资本结构政策与股利政策研究在研究方法、研究思路上的共通之处，也可以使读者更加清楚地把握公司资本结构决策与公司股利决策之间的互动关系。

该书出版，正值我国新一轮税制改革启动之机，在新一轮税制改革中，如何建立和健全我国证券税制是我国政府正在考虑的一个问题，相信这本专著能对我国证券税制的改革和完善有所裨益。

作为作者的博士论文指导老师，我希望王志强博士能在未来的科研工作中能勤勤恳恳、开拓进取，取得更大的成绩！

是为序。

吴世农

2004年5月于厦门大学

引 言

一、选题动因

开宗明义，为清楚界定本书的研究边界，笔者首先阐释“财务政策”的内涵。根据 Stiglitz 1974 年发表在《美国经济评论》（*American Economic Review*, December）上的题为 ‘On the irrelevance of corporate financial policy’ 一文中把公司决策分为四种类型，它们分别是：（1）公司应如何为其投资融资；（2）公司应如何分配其收益；（3）公司应如何决定其投资规模；（4）公司应如何选择其投资项目。他将这四种决策分归为两组，将其中的前两种称为公司的财务决策，后两种称为公司实务决策。另外，根据 Litzenberger 和 Van Horne 1978 年发表在《财务学刊》（*Journal of Finance*, June）上的题为 ‘Elimination of the double taxation of dividends and corporate financial policy’ 一文中也将公司的资本结构政策和股利政策统称为财务政策。本文采纳他们的划分方法，因此，公司的财务政策实际上就是资本结构政策和股利政策。

公司的资本结构政策决定了公司的债务水平，进而影响公司的资本成本、财务风险、盈利水平和增长潜力，并最终影响公司的价值，对于上市公司而言就是影响公司的股价。公司的股利政策是股东在现实消费与未来消费之间的权衡，是公司目前盈利与长远增长之间的权衡，如何寻找一个适当的平衡点以达到股东价值最大化是公司股利政策面临的一个难题。

公司的资本结构政策和公司的股利政策是公司财务管理的最重要内容之一。20 世纪 80 年代末 90 年代初期，我们曾经为我国国有企业的高负债、高财务风险以及由此导致的银行大规模坏账忧心忡忡，现如今我们却对我国上市公司重权益融资轻

债务融资^①，债务融资中短期债务比例偏高，长期负债比例偏低的现象迷惑不解。而多年来，我国上市公司的股利政策也倍受投资者的关注和指责。企业为什么会选择这样或那样的资本结构政策和股利政策呢？资本结构政策和股利政策的影响因素非常复杂，而且这些因素的影响力度、影响方向有些至今没有定论。因此，公司资本结构与股利政策一直是理财学研究的重要主题，历经半个多世纪而不衰。

笔者之所以将资本结构政策与股利政策合并作为一个统一研究对象，原因大致有三：首先，公司的资本结构政策与股利政策存在密切联系，股利政策与资本结构政策具有一定的互生共动性。公司资本结构决策决定了公司权益融资的比例，从而进一步影响公司依赖内部融资的程度，而公司留存比率与股利支付率则是两个互补的比率。另一方面，既定的股利政策，决定了公司留存利润的高低，决定了公司内部融资资源的多寡，并最终影响公司外部融资的比例及资本结构决策。既然他们之间存在如此密切的联系，将他们作为一个统一的研究对象有利于我们更加清楚地认识他们之间的关系。其实，公司财务学的不少研究文献和教科书也就是这么做的，他们总是将二者放在一起作为一个研究对象或者放在教材的同一篇。其次，从公司资本结构理论与股利政策理论的发展进程看，他们所应用的理论基础，他们的逻辑思路十分类似，这一点我们将在后面做比较详细的阐述。第三，本书不打算将影响公司财务政策的所有因素一网打尽，而是仅仅研究税收如何影响公司的财务政策，即本书的总体目标是以税收为主线，探讨税收对公司财务政策的影响。如果说以公司决策的不同类型来划分研究对象是一种横向的划分方法，那么，我们的这种划分方法，则是从纵向的角度，为读者提供一种观察问题的新视角。

影响公司财务政策制定的因素有哪些？或者说，公司如何制定财务政策？1958年，Modigliani和Miller在《美国经济评

① 我国学者将之称为中国上市公司特有的“融资次序”。

论》(*American Economic Review*)上发表了题为‘The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment’的文章,第一次开创性地分析了完美市场环境下公司如何制定资本结构政策,提出了著名的“资本结构无关论”。1961年 Miller 和 Modigliani 在《商务学刊》(*Journal of Business*, October)上发表了题为‘Dividend policy, growth, and the valuation of shares’的文章,提出“股利政策无关论”。这两个结论的成立必须依赖一系列严格的前提假设,主要包括^①: (1) 共同预期 (Homogeneous expectations), 即所有投资者对公司未来收益的预期是共同的; (2) 没有破产成本 (Bankruptcy cost); (3) 完美市场。

尽管现实世界并没有像 Modigliani 和 Miller 想象的如此完美,但是,无论如何,他们的文章确立了该研究领域的总体研究框架。他们通过证明与财务政策无关的前提条件指出了未来的研究方向,从那以后,许多经济学家沿着他们指引的道路一直往前走 (Harris and Raviv, 1991)。他们的研究就是放松、修正 MM 理论模型的前提条件使之更接近现实。

综观公司财务政策理论发展的脉络,笔者认为,MM 无关论提出后,有关公司财务政策选择的研究大致沿着三个方面展开,形成了三个一般性的研究公司财务政策的理论模型。^② 一个是基于税收的公司财务理论模型;一个是基于信息不对称的公司财务理论模型;一个是基于代理成本的公司财务理论模型。

① 这些假设有的是 Modigliani 和 Miller 在他们的原文中提出的,有的是后来学者补充或修改的。例如, Stiglitz 在其 1969 年发表的文章“A re-examination of the Modigliani-Miller theory”中建立了一般均衡模型,对 MM 定理成立的前提条件进行检验,发现 Modigliani 和 Miller 提出的“所有的公司可以按照‘收益等价’的原则划分为不同的风险类别”的前提假设并不是定理成立必备的,同时他也提出了 MM 论文中没有明确指明的其他假设,如投资者可以与公司相同的利率借贷;不存在破产等 (Stiglitz, J. E. (1969), P784)。

② 除这三个基本模型外,还有基于产品/要素市场的理论模型以及基于公司控制权市场的理论模型。但这两个理论模型的影响远没有前三个深远。这里不作介绍。有兴趣的读者可以阅读 Harris and Raviv (1991)。

（一）基于税收的财务政策理论模型

完美资本市场，包括完全竞争、完全信息、没有交易成本以及没有税收等。但是，现代社会，税收作为政府收入的主要形式已经普遍存在，只要有政府的存在，税收的存在就不可避免。西方有一句著名的谚语：“只有死亡和税收是不可避免的”，这足以说明税收对个人和社会深刻而广泛的影响。因此，在所有影响企业财务决策的因素中，税收是最直接，也是最重要的一个因素。实际上，“几乎每一个人都相信税收是影响公司财务政策的重要因素”^①。因此，包括 Modigliani 和 Miller 他们本人，一批财务经济学家对此展开了深入的理论和实证研究，取得了丰硕成果，并逐渐形成了一个以财务政策与税收之间的关系为研究对象的专门研究领域，其研究者的学术观点因此被称为“税差学派”^②。由于这部分内容是本书的研究重点，所以这里暂时不做详细的论述。

20 世纪 70 年代以前，公司财务政策理论多用传统的新古典经济学的分析方法来研究公司财务政策问题。也就是说，把厂商作为一个追求效用最大化的理性经济人，面对完全竞争的均衡市场做出最优化决策。这种研究方法存在两个方面的缺陷。首先，新古典经济学把企业当作一个生产函数，一个纯粹的技术性生产装置，它自动根据市场价格信号进行着以价值最大化为目标的“投入—产出”过程，而不具备任何制度的内涵。其次，新古典经济学假设信息是完全的、对称的，而实际上，现实中信息不对称和不完全的情况比比皆是。撇开复杂的企业内部关系，把企业当作一个自动达到最优化的理性经济人显然会使理论的实用性大打折扣。同样地，研究企业的决策行为，不研究企业的内部关系是行不通的。随着经济学理论研究的发展，特别是信息经济学和新制度经济学对新古典经济学的批判和发

① Mackie-Mason, Jeffery. K., 1990, “Do taxes affect corporate financing decisions?”, *Journal of Finance* 45 (5), December, p1471.

② 国内最早对此领域进行研究的学者当属沈艺峰教授。

展，这些基础经济理论被逐渐应用到公司财务政策的研究中，使得公司财务政策的研究视野大大地拓宽了。

在这方面，公司财务政策理论的发展形成了两个一般理论模型。

（二）基于信息不对称的财务政策理论模型

信息经济学的发展为解释资本结构提供了多种方法。公司的一个典型特征就是所有权与控制权的分离。大量的分散的股东往往不直接控制、经营公司，而是聘请职业经理人员管理公司的日常事务。这就产生了第一个问题，公司外部股东与公司的管理层之间存在严重的信息不对称。一般地，股东对自己公司的了解往往不如公司的管理层深入。基于这样的现实背景，这个理论模型假设公司管理层或内部人拥有有关公司未来收益特征和投资机会的私人信息，而公司外部投资者则存在信息劣势。

这个理论模型分为两个比较小的理论分支。一个是信号传递理论模型。这种理论认为资本结构决策向外部投资者传递信号。这个研究支流始于 Ross (1977) 和 Leland and Pyle (1977)。在 Ross (1977) 的模型中，公司的经理层知道公司收益的真实分布，但投资者不知道。如果公司的股价被市场高位定价，公司的经理层将获益，而如果公司破产，公司的管理层将受损。此时，投资者会将高负债水平解读为公司未来财务状况好的信号。因为低质量的公司相对于高质量的公司具有高预期边际破产成本，因此，低质量公司的经理层不敢模仿高质量公司发行更多债务。

另一方面，可以通过资本结构决策降低由于信息不对称带来的投资决策的无效性。这个分支的研究始于 Myers and Majluf (1984) 和 Myers (1984)。在他们的开创性工作中，Myers and Majluf (1984) 证明如果投资者相对于内部人具有信息劣势，那么股价就有可能被错误定价。如果公司通过权益为新项目融资，股价可能严重定价偏低，从而使新项目创造的价值不足以弥补股价下跌带来的损失，导致股东的净损失。在这种情况下，即使项目本身的 NPV 大于零，项目仍然不会被接受。这种低定价

可以通过发行不会导致市场低定价的证券来避免。例如内部融资或无风险债务。甚至有风险债务也优于权益。Myers (1984) 将此称为“优序融资”理论。即公司资本结构受公司投资项目的融资需求所驱动, 公司首先会采用内部融资, 然后是低风险债务最后才是权益融资。

至于股利政策方面。公司的管理层如何将管理层所拥有的私人信息可信地传递给外部投资者呢? 公司股利政策理论认为, 公司可以通过持续稳定、甚至持续增长的高股利政策向外部投资者“证明”自己的财务实力, 以及传递管理层对未来盈利前景的信心。这种信号是质量不好的公司所无法轻易模仿的, 因此, 高质量的公司可以通过这种政策将自己与其他一般的公司区别开来 (Bhattacharya, 1979)。

(三) 基于代理成本的财务政策理论模型

当一部分学者致力于研究信息不对称对公司财务政策的影响时, 另一部分学者的努力则是用于研究代理成本对资本结构的影响。这个领域的研究起源于 Jensen and Meckling (1976) 的研究。

Jensen and Meckling 指出了两种类型的冲突, 一种冲突是由于管理层并不 100% 拥有公司股权而导致的股东与管理层的冲突。由于他们无法全部获得他们加倍努力工作所带来的收益, 但却要承担他们提高努力程度的全部成本。在管理层的努力程度很难考核的情况下, 这种收益与成本的不对称会削弱管理层的努力程度, 甚至产生逆向激励。例如, 经理可以在公司的管理工作上少一点努力, 甚至可以将公司的某些资源转为己有, 如在职消费, 包括私人包机、豪华办公室等。因此, 经理层会过度沉湎于在职消费而不是追求股东价值最大化。经理拥有的公司的股份越大, 这种无效状态越小。假设经理拥有的公司股份份额既定, 增加债务融资的份额会提高经理所拥有的公司股份比例, 减轻由于经理层与股东之间的冲突带来的损失。进一步地, 正如 Jensen 在 1986 年的文章中指出的, 由于债务负有定期还本付息的义务, 这降低了管理层可以真正自由支配的现金流,

抑制了管理层在职消费的可能性。此外, Grossman and Hart (1982) 指出, 如果经理层必须承担部分破产成本, 如公司破产或者被接管可能使管理层失去公司控制权并导致声誉损失等, 那么提高债务水平将激励经理层更加努力地工作, 减少在职消费, 做出更好的投资决策以降低破产的可能性。

Jensen and Meckling 指出的第二种类型冲突是债权人与股东之间的利益冲突。这种利益冲突可能导致股东采取次优投资策略而不是最优投资策略。

具体地说, 由于债务是一种固定收益要求权, 债务契约规定如果投资获得巨大收益, 股东将获得收益的绝大部分。然而, 如果投资失败, 由于公司具有有限责任的特性, 因此债权人却要承担由此带来的全部损失。这种收益与成本的不对称使股东可能从破产获得好处。即股东可能会投资于高风险项目, 即使它是 NPV 小于零的项目。这种投资会导致债权人价值的损失, 而股东由于投资带来的损失将从债权人价值转移收益中获得补偿, 这就是所谓的“资产替代效应”。此外, Myers (1977) 发现如果公司濒临破产, 那么股东的投资意愿会降低, 即使是 NPV 大于零的项目股东也不愿意投资。以上这些都说明了过高的负债会增加公司的代理成本。

代理成本如何影响公司的股利政策呢? 或者说, 如何设计股利政策来降低公司的代理成本呢? 因为获取相关信息的成本很高, 所以很难对管理层的行为做出准确的评估。基于代理成本的股利政策理论模型认为公司的股东可以通过投票确定高股利政策来减少管理层可以自由支配的现金流, 减少留给内部人用于自己谋福利的资源。这一方面可以避免管理层的大手大脚、铺张浪费; 另一方面由于高股利政策决定了管理层依赖内部融资的可能性减少了, 当公司投资于有利可图的项目时, 公司必须依赖外部融资, 这可以使管理层时刻感受来自市场的压力。所有这些都有利于公司降低代理成本。即如果股东决定较高的股利支付率, 那么管理层必须通过外部融资的手段获取所需的资金, 如果管理层想源源不断地从资本市场获得新的资本, 那

么，市场机制会迫使管理者按股东利益行事（Easterbrook, 1984）。

从公司财务理论发展的时序看，基于税收的理论模型提出时间最早，因此，如果单纯从理论的新颖性这个角度来考虑选题方向，税收作为研究的主题似乎已不具备太大的吸引力，但是，基于下面几个方面的考虑，笔者选择税收作为本书的研究主题。

第一，在西方，虽然研究公司财务政策选择的税收效应起步早，体系比较完整，相关的研究文献相当丰富，但至今尚无定论。Graham（2000）在他那篇获奖文章的开头就写到：“债务融资的税收利益是否影响公司的融资政策？它们到底增加了多少公司的价值？”这些问题自从 Modigliani 和 Miller（1958, 1963）开创性的研究以来一直困扰着该领域的研究者。”^① 另一方面，虽然国外有关税收影响公司财务政策的研究已经比较完善，但国内只有少数几位学者对此问题进行零星的介绍，更谈不上对此领域进行系统、深入的研究。笔者希望在对此领域的研究成果进行系统性总结的基础上，一方面向国内读者系统介绍这个领域的研究文献，另一方面争取理论研究上有些许突破，以弥补我国在该研究领域的不足。

第二，中国的税收制度与外国的税收制度存在相当的差异。国外学者在建立模型时，完全根据他们本国的税收制度背景来提出模型的假设，他们的研究结论不能完全适用于中国的现实。因此，笔者希望借鉴西方学者的研究方法和思路，以我国的税收制度为背景，建立适合我国税收制度的理论模型，得出一些在我国具有可检验性的结论。这对于我国企业制定资本结构政策和股利政策，以及政府制定税收政策均具有现实指导意义。

第三，税收是影响公司财务政策选择的最现实因素。从直观上判断，如果公司政策制定者的目标不偏离股东利益去追求纳税最大化，那么就有理由相信，决策者在制定财务政策时，

^① Graham, J. R., 2000, "How big are the tax benefits of debt?", *Journal of Finance* 55 (5), P1901.

一定会在合法的条件下尽可能少缴甚至不缴税。因此,在我国税收法制化建设相对完善的今天,探讨公司财务政策选择的税收效应,客观条件比较具备。相对而言,代理成本和信息不对称因素对公司财务政策的影响方向和影响力度受各种各样其他条件的制约。只有在完善的公司治理机制下,公司的财务政策才能成为公司的所有者降低代理成本的一种手段;也只有在发达完善的资本市场中,公司的管理者才有动机将公司财务政策作为向外部投资者传递信息的一种媒介。但是,在我国,公司治理机制还存在严重的缺陷,而资本市场则发育不全。因此,虽然代理成本理论和信息不对称理论在研究的视角和方法上是一种突破,但在中国是否存在这样的基础性前提条件则需要重新论证^①。

第四,西方的信息不对称理论与代理成本理论是基于比较完善的市场条件而提出来的。对于中国这个只有十多年资本市场发展历史的国家来说,这些先进的理论是否适用,还需仔细探讨一番。

不管是基于信息不对称的公司财务理论模型还是基于代理成本的公司财务理论模型,都隐含着一些使得其结论成立的前提假设。这些假设至少包括:第一,资本市场是完全竞争的,投资者没有市场能力,他们无法控制或操纵股价;第二,全体股东的利益是一致的,他们可以通过以手投票或以脚投票来向管理层施加压力;第三,市场是信息有效的,能够对相关的信息做出恰如其分的反应。第四,公司治理结构比较完善,股东可以通过股东大会和董事会有效地监督、制约和激励管理层。

我国资本市场存在的两个非常明显的特征:流通股与非流通股并存以及国有股一股独大。这两个特征一方面使分散的流通股东在制定财务政策时并没有真正的发言权,因此,就谈不上通过制定合适的财务政策来约束管理层。另一方面,股权分割的局

^① 笔者甚至认为西方学者有关这些方面的建模假设和思路在我国可能需要重新设置和考虑。

面造成了我国上市公司的不同股东利益诉求不一致，如非流通股股东由于其股票无法在资本市场上变现，所以他们的收益更多地只能来自公司的现金分红或体现为账面的净资产份额，甚至不惜利用他们的控制权掠夺小股东的利益，他们对股价的关注往往不如流通股股东。而流通股股东则不仅可以从现金股利获得收益，而且更多地可以依靠二级市场股票的买卖获取资本利得收益。由于在我国上市公司中非流通股股东一般是公司的绝对控股股东，因此，代表非流通股股东利益的管理层可能不够关注小股东的利益，小股东通过市场传递给管理层的压力可能微乎其微！管理层也就缺少动机通过某些可信的媒介向市场传递信号。总之，信号传递理论在我国还存在逻辑上的缺陷，即，市场环境和公司治理结构似乎并不符合理论模型的背景假设。

而从税收的角度看，在我国谁也不敢贸然否认税收对公司财务政策制定的影响作用，而且国与国之间税收制度的巨大差异，国外的研究方法、研究结论并不一定适合中国。但是至今仍没有学者对税收如何影响我国公司财务政策的制定做出比较系统的研究，我们仍然不清楚税收到底对我国公司财务政策的制定起了多大的作用！

据此，本书以税收为主线，探讨税收对我国公司财务政策的影响。

二、研究目标

税收作为一个影响公司财务政策的重要因素一直受到西方各国财务经济学家的重视，他们对此问题进行了大量的研究，发表了相当可观的颇具价值的学术文献。笔者希望以税收为主线，追寻前辈的思想轨迹，将前辈的真知灼见，如珍珠般串起来，奉献给读者一条有自己特色的“珍珠项链”。当然，很多珍珠是前辈们奉献的，如果没有这些闪亮的珍珠，就不可能有这串珍珠项链了。具体地说，本书希望在对西方有关公司财务政策选择的税收效应方面的文献阅读和分析的基础上，将这个领域中外学者的研究做一个系统性回顾和总结。

在研究税收对公司财务政策选择的影响时,大体上有两种思路,一种从最优化的角度,一种从资本市场均衡的角度,来建立模型,研究问题。众所周知,虽然最优化理论与均衡理论都是新古典经济学的两大原理,但他们并不是相互独立的。因此,本文希望从探讨税收是如何影响资本市场均衡格局入手,论证考虑税收时资本市场均衡条件,并推导出以公司价值最大化为决策目标的公司决策者在面对均衡市场时的最优财务决策。简单地说,我们希望将现代资本市场理论与公司最优财务决策理论结合起来。

除此之外,笔者希望本文还能够达到以下三个目标。首先,西方学者都是根据他们本国的税收制度进行抽象假设来建立模型的,中国的税收制度由于受本国经济发展水平和税收征管水平的制约,与西方发达国家的税收制度存在很大不同,因此,国外学者的研究结论不能完全适合我国的现实。笔者希望根据我国的制度背景,提出模型假设,建立模型,推导出以我国税收制度为背景的可检验性结论,这些结论将以推论的形式出现在有关的章节。然后建立检验模型,利用我国上市公司的经验数据,对这些结论进行检验。

其次,不管是对以前学者研究工作的综述,还是在此基础上的拓展、创新,笔者希望能将该领域的研究系统地加以梳理和总结,使之成为一个体系。为了使理论更具系统性,更加完整,本文除应用现代资本资产定价理论对文中的定理加以证明外,还应用状态偏好理论,结合我国的税收制度,建立了公司财务决策税收效应的一般均衡分析模型。

Stiglitz (1974) 和 Litzenberger and Van Horne (1978) 的论文均意识到,资本结构问题和股利政策问题密不可分^①。事实

① Stiglitz, J. E., 1974, "On the irrelevance of corporate financial policy", *American Economic Review*, 64 (6), December, 851 - 866; Litzenberger, R. H., and Van Horne, J. C., 1978, "Elimination of the double taxation of dividends and corporate financial policy", *Journal of Finance* 33 (3), June. 737 - 757.

上,西方多数经典教材总是将资本结构和股利政策编排在同一部分。资本结构与股利政策之所以关系密切,我认为,一方面,二者理论研究思路,研究方法十分类似,另一方面,更重要的是,企业的股利政策和资本结构政策实际上并不是独立制定的,他们之间存在很强的互动共生性。因此,我希望借助税收这条线索,将企业的资本结构政策和股利政策一并加以考虑。但是,由于企业的投资决策、资本结构决策和股利决策都是企业价值函数的解释变量,这三大决策交织在一起共同决定企业的内在价值,这使得不管在规范性理论研究中还是在实证研究中都容易将这三大决策的作用混淆,甚至张冠李戴。因此,作为本文的第三个重要目标,笔者力图将不同财务决策的税收效应作一个比较清楚的区分。

总之,本书既对西方有关历史文献进行回顾和综述,又结合我国现有的税收制度,建立公司财务政策税收效应的数学模型,并以上市公司为样本,寻找税收影响上市公司财务政策的证据。

三、研究框架

本书研究公司在一定的税收环境下,如何制定公司的资本结构政策和股利政策,以达到公司价值最大化的目标。全书以资本资产定价理论为基础,以税收为主线,以公司价值最大化为决策目标,在借鉴西方学者的研究方法和思路的基础上,结合本国的税收制度,探讨我国税收制度对公司财务政策选择的影响。

除引言外,全书共分五章。

第一章——税收与资本资产定价模型。本章是本书第二章和第四章的技术准备。公司最优资本结构决策和股利决策的目标实际上就是达到资本成本的最小化。Sharpe 的 CAPM 决定了完全竞争的资本市场中,资本供求双方的均衡价格。这个模型假设市场中只有厂商和投资者个人两个部门,没有政府的介入,厂商所支付的成本等于投资者所获得的收益。因此,要探讨对